安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 31 日

公司快报

证券研究报告

证券

中国银河（601881.SH）

信用资管快速增长，资本补充客户雄厚

投资评级 中性-A

调低评级

6 个月目标价： 15.98 元

股价（2017-08-30） 15.76 元

■**事件：** 2017H 中国银河实现营业收入 57 亿元（YoY -11%），净利润 10 亿元（YoY -6%），归母净资产 626 亿元（YoY +14%），加权平均 ROE 为 3.38%，杠杆率 2.37 倍。**我们认为公司中报核心边际变化有：（1）资本补充后公司利息支出明显下降，利息净收入同比上升 40%，好于同业；（2）资管业务拓展机构客户，收入增长 47%。**

■**经纪业务客户基础雄厚。**

2017H 公司拥有经纪业务客户 934 万户，较 2016 年增长 7%；营业网点 427 家排名行业第一，较 2016 年末扩充 67 家，覆盖全国 31 个省市并积极拓展海外业务和互联网金融，受市场投资环境清淡和公司间竞争激烈的影响，上半年公司股基交易额市场份额降至 4.65%，但客户基础较为雄厚，资本金的补充有助于公司巩固经纪业务优势。

■**资本扩充利息支出下降。**2017H 公司利息净收入 15 亿元（YoY +40%），增幅高于同业，占营业收入比升至 27%。公司信用业务大幅改善的主因一是利息支出在获得资本补充后大幅减少，二是股票质押回购业务发展较快。

（1）资本扩充利息支出下降。2017 年公司完成 A 股上市募集资金约 40 亿元，杠杆率由 2016 年三季度的 4.22 倍降至 2.37 倍，利息支出同比减少 32%。资本补充后，公司短时间内债务需求减轻，较低的利息支出将继续维持。

（2）股票质押回购成为新增长点。2017H 公司利息收入同比下降 12%，其中股票质押回购业务利息收入 4 亿元，同比增长近 7 倍，降低了两融业务收入下降（19 亿元，YoY -10%）的影响。随着资本金的补充和市场股票质押业务需求持续旺盛，公司信用业务结构有望优化。

■**自营业绩稳定，风险偏好较低。**

2017H 公司投资收益（含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益）为 14 亿元（YoY +2%），占比升至 24%。公司一贯风险偏好低，自营业务追求稳定的收益。

■**资管拓展机构客户，规模增长迅速。**

2017H 公司受托资产管理业务手续费及佣金净收入为 3.1 亿元（YoY +47%），占比升至 6%，资产管理规模达到 3109 亿元，超过我们预期。资管子公司银河金汇力获得了 5 亿元的增资，拓展了企业和机构投资者客户，推动定向资产管理规模的大幅提升（较年初增长 30%），预计下半年公司资管规模进一步提升至 3500 亿元左右。

■**投行承销有望回暖。**

2017H 公司证券承销业务手续费及佣金净收入 1.4 亿元（YoY-69%），上半年完成 1 单 IPO、1 单再融资和 18 单债券承销项目。下半年再融资、债券发行等上半年低迷的业务出现了回暖的迹象，有助于改善公司投行业务表现。

■**股东实力雄厚，金融资产丰富。**

中国银河第一大股东为中国银河金融控股有限公司，持股比例为 50.91%，实际控制人为汇金公司。银河金控经营范围覆盖了证券、基金、保险、信托、银行等行业。公司实际控制人中央汇金旗下参控股金融机构包括银行、保险、证券公司以及资产管理等金融资产，股东金融实力雄厚，有助于促进业务协同，提升公司发展空间。

■**投资建议：**中性-A 投资评级，6 个月目标价 15.98 元。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.57 元、0.52 元和 0.59 元。

■**风险提示：**市场交易量萎缩，政策监管风险，信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	26260	13240	14,378	13,411	15,198
净利润	9877	5185	5,736	5,314	6,030
每股收益(元)	1.04	0.54	0.57	0.52	0.59
每股净资产(元)	6.00	6.12	7.17	7.93	8.67

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	11.88	22.62	27.85	30.06	26.50
市净率(倍)	2.05	2.01	2.20	1.99	1.82
净利润率	37.61%	39.16%	39.89%	39.63%	39.68%
净资产收益率	17.25%	8.89%	7.89%	6.61%	6.86%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

交易数据

总市值（百万元）	159,763.20
流通市值(百万元)	9,456.00
总股本（百万股）	10,137.26
流通股本(百万股)	600.00
12 个月价格区间	9.81/15.76 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.49	35.31	-9.4
绝对收益	31.88	43.46	

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

蒋中煜 报告联系人
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

中国银河：A 股上市提升实力，经纪业务收入领先/赵湘怀	2017-05-01
中国银河：银河巨舰扬帆起航，综合实力行业前列/赵湘怀	2017-03-03

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	300,656	245,881	233,110	246,759	268,907
客户资金存款	93,896	61,215	48,972	46,524	48,850
自有货币资金	8,686	7,849	8,241	8,653	9,519
客户备付金	21,590	23,366	18,692	17,758	18,646
自有结算备付金	1,670	1,998	2,098	2,203	2,423
融出资金	70,138	55,477	52,075	53,773	56,603
交易性金融资产	38,924	29,363	30,831	35,456	39,002
衍生金融资产	24	8	8	8	8
买入返售金融资产	21,791	13,006	25,981	33,777	40,534
可供出售金融资产	32,125	36,524	34,698	36,433	40,076
持有至到期投资	-	-	-	-	-
其他资产合计	11,813	17,074	11,513	12,174	13,246
总负债	243,406	187,527	160,395	166,415	181,034
应付短期融资款	21,846	11,518	17,277	20,733	22,806
交易性金融负债	51	714	358	371	404
衍生金融负债	341	38	88	91	100
卖出回购金融资产款	44,853	24,495	14,697	16,166	17,783
代理买卖证券款	117,992	90,404	72,323	68,707	72,143
应付职工薪酬	5,544	4,037	3,403	3,531	3,841
应付债券	42,423	46,312	37,050	40,755	44,830
其他负债合计	10,356	10,009	15,198	16,060	19,127
所有者权益	57,249	58,354	72,715	80,344	87,873
股本	9,537	9,537	10,137	10,137	10,137
少数股东权益	336	365	455	503	550
归母公司净资产	56,914	57,989	72,260	79,841	87,323
ROAE	21.33%	8.97%	15.78%	6.94%	7.17%
ROAA	4.11%	1.90%	4.92%	2.21%	2.34%
杠杆率（倍）	3.10	2.51	2.14	2.15	2.18

损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,260	13,240	14,378	13,411	15,198
手续费及佣金净收入	16,833	7,708	8,299	7,477	8,332
其中：代理买卖证券业务净收入	15,204	5,751	6,710	5,662	6,007
证券承销业务净收入	757	1,028	639	843	1,152
资产管理业务收入	449	453	589	647	811
利息净收入	4,695	2,462	2,653	2,334	2,787
投资净收益	4,704	3,993	3,431	3,778	4,319
公允价值变动收益	-251	-972	-145	-342	-365
汇兑收益	249	-5	81	108	61
其他业务收入	29	55	59	55	63
营业支出	13,137	6,691	7,122	6,690	7,572
营业税金及附加	1,657	373	405	378	428
管理费用	11,338	6,046	6,566	6,124	6,940
资产减值损失	142	253	145	180	192
其他业务成本	-0	19	6	8	11
营业利润	13,123	6,549	7,256	6,721	7,626
加：营业外收入	23	44	31	33	36
减：营业外支出	12	16	12	13	14
利润总额	13,134	6,577	7,275	6,740	7,648
减：所得税费用	3,257	1,391	1,539	1,426	1,618
净利润	9,877	5,185	5,736	5,314	6,030
减：少数股东损益	41	32	35	33	37
归母公司净利润	9,836	5,154	5,701	5,282	5,993
每股及估值指标					
每股盈利（元）	1.04	0.54	0.57	0.52	0.59
每股净资产（元）	6.00	6.12	7.17	7.93	8.67
市盈率（倍）	11.88	22.62	27.85	30.06	26.50
市净率（倍）	2.05	2.01	2.20	1.99	1.82

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。